

## 民生银行 (600016.SH) 两小战略突出, 资产质量堪忧

中航证券金融研究所

杨鹏飞 证券执业证书号: S0640513080001

助理研究员: 王习 S0640113050004

电话: 010-64818317

邮箱: kakaxi1943@gmail.com

行业分类: 银行业

2014年3月30日

推荐评级 中性

### 周报要点

#### ■ 本周观点

**民生银行发布2013年年报显示, 实现归属于母公司股东的净利润422.78亿元。**

**利润增速不及预期, 净息差收窄。**民生银行2013年利润增速为12.55%, 略微低于我们此前的预期, 主要原因是四季度大幅增加不良贷款核销规模高达40.49亿元。净息差为2.49%, 主要原因是降息因素影响的发放贷款的平均收益率下滑, 以及钱荒时期同业负债暴增所导致的同业负债利息支出上升。

**中间业务收入增长明显, 收入占比提升。**民生银行2013年共实现手续费及佣金净收入299.56亿元, 同比增幅高达45.96%, 占比同比提升6.95个百分点, 主要得益于以银行可手续费和代理业务手续费的暴增。

**小微业务及小区金融模式突出, 转型战略逐步发酵。**报告期内, 总行审批小微规划项目898个, 项目授信大幅提升; 小区金融方面, 2013年建成并投产3305家社区支行及网点, 有力地开发线下客户资源, 获取了一定的数据和流量。

**资产质量下滑, 不良贷款核销增加有利于轻装上阵。**报告期内民生银行不良贷款率为0.85%, 较上年末上升0.09个百分点。如果加上不良贷款核销和转出后的不良贷款生成率高达0.92%, 不过大笔核销不良贷款后有利于民生银行轻装上阵, 在今年上半年实现较好的业绩增长。

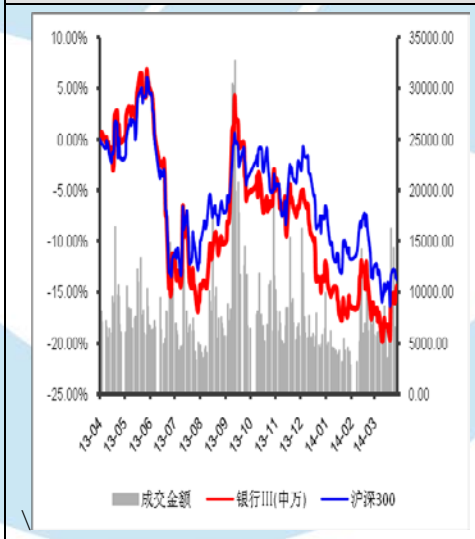
**互联网金融战略领先, 手机银行和网上银行的交易量及客户数增长迅猛。**民生银行在科技平台和移动金融方面全面发力, 截止2013年末, 手机银行交易金额达到11258.51亿元, 成为国内首批突破万亿元的手机银行之一。

我们看好民生银行在直销银行、社区银行方面覆盖线上线下零售客户群的创新思路, 以及在对公业务方面仍然享有的小微企业贷款优势, 对于民生银行的评级维持“增持”。

### 基础数据

上证指数	2139.99
行业指数	2228.39
总市值(亿元)	54636.96
流通A股市值(亿元)	34185.17
PE	4.33
PB	0.76
中报净资产收益率(%)	11.33%

### 近一年行业表现



股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传 真: 0755-83688539

## 一、本周观点

民生银行发布 2013 年年报显示，实现归属于母公司股东的净利润 422.78 亿元，同比增长 12.55%，基本每股收益 1.49 元。利息收入 830.33 亿元，增幅 7.62%，非利息净收入 328.53 亿元，增幅 26.56%。

**利润增速不及预期，净息差收窄。**民生银行 2013 年利润增速为 12.55%，略微低于我们此前的预期，主要原因是四季度大幅增加不良贷款核销规模高达 40.49 亿元。生息资产方面，贷款规模同比增长 13.70%，同业资产规模为 7673.35 亿元，较上年末下滑 26.84%，其中存放同业及其他金融机构款项由于收益率较低，同比规模下降 24.62%，而债券投资净额为 3067.22 亿元，较上年末增长 25.95%，其中应收款项类投资约为 378.18 亿元，较上年同期增幅达 151.45%。净息差为 2.49%，较上年同期下降 0.45 个基点，主要原因是降息因素影响的发放贷款的平均收益率下滑，以及钱荒时期同业负债暴增所导致的同业负债利息支出上升。

**中间业务收入增长明显，收入占比提升。**民生银行 2013 年共实现手续费及佣金净收入 299.56 亿元，同比增幅高达 45.96%，占比同比提升 6.95 个百分点，主要得益于以银行可手续费和代理业务手续费的暴增，其中信用卡交易额同比增长 98.32%，理财产品存续规模为 3315.96 亿元，较上年末增长 5.45%。

**小微业务及小区金融模式突出，转型战略逐步发酵。**民生银行小微贷款余额为 4047.22 亿元，较上年同期增幅达 27.69%。民生的小微贷款战略是，专营支行做小微，把小微客户转化成私人银行客户，这在 2013 年年报中有所体现，报告期内，总行审批小微规划项目 898 个，项目授信大幅提升，而微贷产品的推出，也令客户结构层级更加丰富；小区金融方面，2013 年建成并投产 3305 家社区支行及网点，有力地开发线下客户资源，获取了一定的数据和流量。报告期内，私人银行资产规模达到 1919.41 亿元，增幅为 49.76%，未来两小金融将继续推动零售业务快速增长。

**资产质量下滑，不良贷款核销增加有利于轻装上阵。**报告期内民生银行不良贷款率为 0.85%，较上年末上升 0.09 个百分点，拨备覆盖率和贷款拨备率分别为 259.74% 和 2.21%，较上年同期下降 54.79 个百分点和 0.18 个百分点，与此同时，次级类贷款较上年同期增加 43.09%，显示不良贷款率或有加速上升的可能。本期民生银行共核销不良贷款 40.49 亿元，同时不良贷款转出为 73.03 亿元。如果加上不良贷款核销和转出后的不良贷款生成率高达 0.92%，不过大笔核销不良贷款后有利于民生银行轻装上阵，在今年上半年实现较好的业绩增长。

**互联网金融战略领先，手机银行和网上银行的交易量及客户数增长迅猛。**民生银行在科技平台和移动金融方面全面发力，截止 2013 年末，手机银行客户数达到 554.52 万户，交易金额达到 11258.51 亿元，成为国内首批突破万亿元的手机银行之一，同时网上银行也取得较大突破个人网银客户和企业网银客户交易金额同比增幅均超过 100%，电子渠道理财销售服务金额占公司各渠道个人理财销售总量的 86.76%。

我们看好民生银行在直销银行、社区银行方面覆盖线上线下零售客户群的创新发展思路，以及在对公业务方面仍然享有的小微企业贷款优势，对于民生银行的评级维持“增持”，预测的 14/15 净利润增速分别为 18% 和 13%，对应 BVPS 分别为 8.48 元和 10.00 元，对应 PB 为 0.93 倍和 0.78 倍。

	2012A	2013A	2014E	2015E
营业总收入(百万元)	103,111.00	115,886.00	131,557.39	147,359.22
增长率(%)	25.18	12.39	13.52	12.01
归属母公司股东的净利润(百万元)	37,563.00	42,278.00	49,853.22	55,537.93
增长率(%)	34.54	12.55	17.92	11.4
BVPS	5.75	7.07	8.48	10.01

PB	1.37	1.11	0.93	0.78
----	------	------	------	------

数据来源: Wind 资讯、中航证券研究所

## 二、 市场表现

上周, 市场持续萎靡, 上证综指上周下跌 0.29%, 深成指下跌 1.67%, 沪深 300 下跌 0.32%, 受优先股等消息提振, 银行股指数上涨 1.33%, 涨幅较大的三家银行分别为: 民生银行 (600016.SH)、工商银行 (601398.SH) 和建设银行 (601939.SH)。

表 1: 大盘与上市银行本周走势

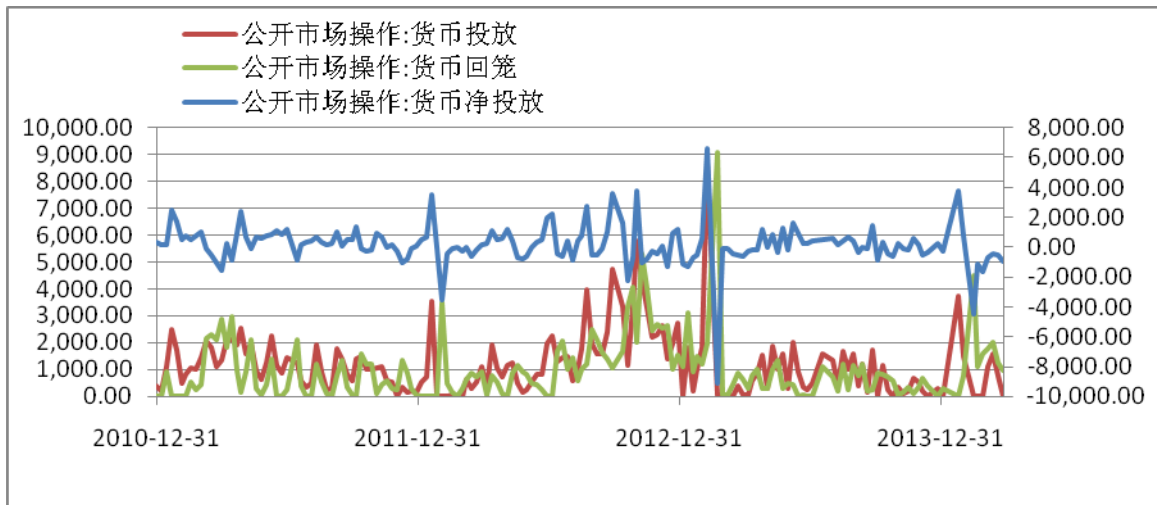
代码	名称	收盘价	周涨跌	周涨跌幅 (%)	年初至今 (%)
000001.SH	上证综指	2041.71	-5.91	-0.29	-3.51
399106.SZ	深证综指	2608.01	-44.38	-1.67	-10.71
000300.SH	沪深 300	2151.97	-6.83	-0.32	-7.64
801192.SI	银行 II (申万)	2043.06	26.72	1.33	-2.78
000001.SZ	平安银行	10.78	-0.01	-0.09	-12.00
002142.SZ	宁波银行	8.84	-0.06	-0.67	-4.23
600000.SH	浦发银行	9.67	-0.22	-2.22	2.55
600015.SH	华夏银行	8.28	-0.03	-0.36	-3.38
600016.SH	民生银行	7.85	0.29	3.84	1.68
600036.SH	招商银行	9.86	0.02	0.20	-9.46
601009.SH	南京银行	7.76	0.07	0.91	-4.08
601166.SH	兴业银行	9.58	0.10	1.05	-5.52
601169.SH	北京银行	7.56	0.12	1.61	0.67
601288.SH	农业银行	2.43	0.03	1.25	-2.02
601328.SH	交通银行	3.82	0.05	1.33	-0.52
601398.SH	工商银行	3.46	0.12	3.59	-3.35
601818.SH	光大银行	2.48	0.06	2.48	-6.77
601939.SH	建设银行	3.99	0.12	3.10	-3.62
601988.SH	中国银行	2.58	0.05	1.98	-1.53
601998.SH	中信银行	4.60	-0.10	-2.13	18.86

数据来源: wind 资讯, 中航证券金融研究所

## 三、 流动性: 资金面延续宽松局面, 净回笼 980 亿元

上周五正回购、逆回购和央票到期, 央行分别于周二和周四进行 460 亿元和 520 亿元的正回购操作, 当周实现资金净回笼 980 亿元。尽管处在季度末, 但是央行并未选择向市场释放流动性, 而是进行资金净回笼, 显示市场跨季资金比较充足, 上周已经是央行公开市场操作的连续第七周净回笼, 目前央行货币政策无放松意图, 预计二季度流动性将较一季度收紧, 资金面仍将保持相对稳定。

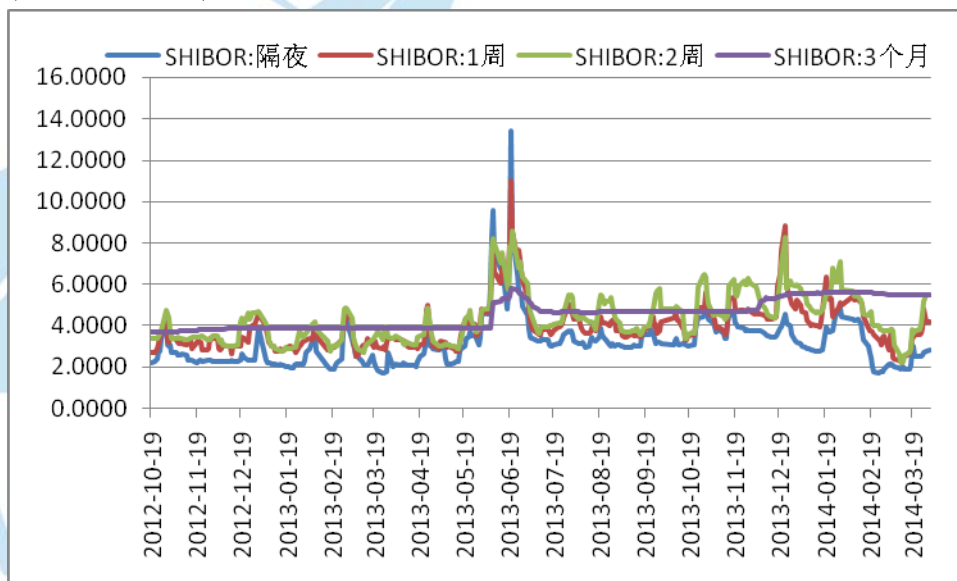
表 2: 央行公开市场操作 (亿元)



数据来源:wind 资讯, 中航证券金融研究所

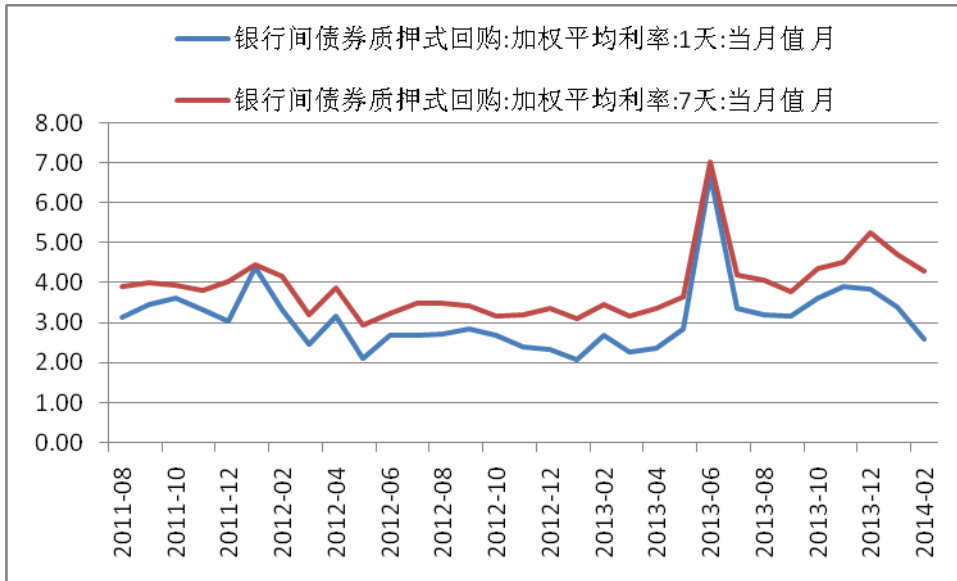
央行上周继续进行正回购操作, 银行间市场流动性有所收紧, 周五收盘隔夜 Shibor 利率较一周前上涨 30.00 个基点, 7 天期和 14 天期较此前一周期分别上涨 58.40 个基点和 168.70 个基点。临近季末, 短端及跨季资金需求较大, 长端需求并不多, 4 月份资金利率中枢有望小幅回升。

**表 3: Shibor 利率变动 (%)**



数据来源:wind 资讯, 中航证券金融研究所

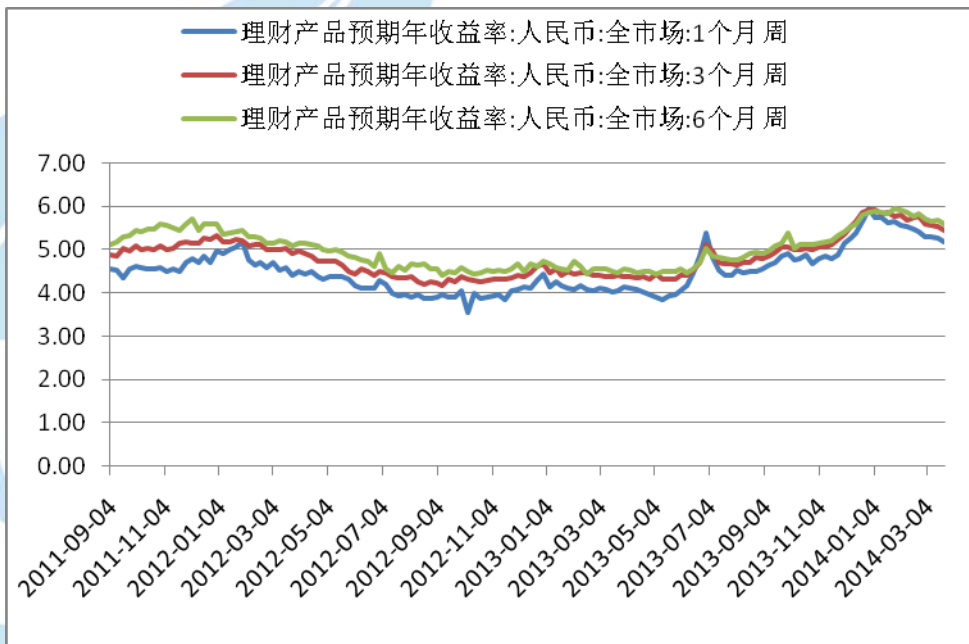
**表 4: 银行间质押式回购利率 (%)**



数据来源:wind 资讯, 中航证券金融研究所

理财产品方面, 金牛理财网数据显示, 上周 112 家银行共新发人民币理财产品 1052 款, 较前一周增加 25%, 平均年化收益率 5.49%, 较前一周上涨 7 个基点。由于临近季末, 理财产品收益率出现小幅反弹, 尤其是面临存贷比考核仍有困难的中小银行, 预计随着考核结束, 理财产品收益率将出现下滑。

表 5: 理财产品预期收益率 (%)



数据来源:wind 资讯, 中航证券金融研究所

#### 四、 行业要闻

##### 1. 银监会首次下发地方同业规范文件治理 15 万亿“异变”业务

《21 世纪经济报道》报道, 自去年 6 月“钱荒”起逐步限制同业业务的中国监管部门终于向地方发出明确治理的指示。据悉, 四川、福建、京沪等多地银监会均向属地下发治理及改革同业业务的相关通

知，新增业务不得再通过同业业务实现资产出表、进行监管套利。一位接近监管的权威人士称，此番地方银监同业监管的通知，很大程度上沿用了外传银监会去年年底起草却未正式下发的《商业银行同业融资管理办法》（“9号文”）的思路，即通过“期限管理”、“集中度管理”几个指标对银行同业资金投向非标资产进行量化管理，同时，通过加强“统一授信管理”、“担保规范”、“资本准备”规范力度，排查同业业务风险。在坊间流传的“9号文”之前，银监会曾酝酿更严厉版本的同业业务监管办法，其中也有“同业代付和买入返售业务中的相关金融资产不得出表”的表述。（21世纪经济报道）

## 2. 工行回应信托兜底：将推准入制和限额管理

《经济参考报》报道，近日工行行长易会满在2013年业绩发布会上披露，目前工行整个信托代理收付业务规模共有117亿元，涉及24个项目，总体风险可控。未来与信托公司合作，将实行严格合作名单准入制度及限额管理措施，以及严格的动态调整和结构调整，因此不存在兜底或者担心。对于信托产品出现的风险，易会满认为，只要是金融业务就会有金融风险，出现几笔风险事件很正常，关键是问题出现后要理清责任，谁的责任就要由谁来负责。一旦出了问题，会按照双方签订的协议来履行，实际上，这也是银行跟第三方合作代理业务的本质，就是说只需要主管到位，代售方是可以免责的，信托公司卖者有责，而买者需要自负。（经济参考报）

## 3. 银监会发文要求彻查化解过剩行业信贷风险

《上海证券报》独家报道，为有效化解钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃和船舶等严重过剩行业信贷风险，银监会3月中旬向银监分局与地方法人银行业等金融机构下发了关于《支持产业结构调整和优化化解产能过剩的指导意见》，具体措施包括摸清风险底数、严格把握政策界限、明确差别化信贷标准、践行绿色信贷、支持产业结构优化调整等。（上海证券报）

## 4. 外媒称中国银行已开始向投行子公司出售不良贷款

《华尔街日报》报道，中国最大的几家银行找到了将贷款相关损失维持在较低水平的新办法：向它们自己出售不良贷款。据银行管理人士称，中国银行已开始向其投资银行子公司出售不良贷款，之后这家子公司将对这些贷款进行重组，希望能回收高于其收购贷款价格的资金。根据中国的会计制度，在这些不良贷款被出售后，就不会再被计入中国银行的资产负债表。但根据西方会计制度，此类公司内部交易通常不能被认定为出售交易。（华尔街日报）

## 5. 三部门简化银行间开户流程部分暂停乙类户重启预期加强

《21世纪经济报道》报道，3月24日，中央国债登记结算有限责任公司（下称中债登）网站发布了《关于简化全国银行间债券市场联网和开户材料的通知》。市场人士认为，银行间债市开户流程的简化和明确，意味着去年以来债市监管重构取得阶段性进展。尽管去年债市整肃中暂停开户的部分乙类账户仍未放行，但在业内人士看来，随着开户流程的简化及此前上市银行理财账户重入银行间债市的松绑，包括券商资管、信托计划和基金专户等部分乙类户开户的重启预期也在不断加强。网站信息显示，该《通知》由中债登、全国银行间同业拆借中心（下称同业拆借中心）和银行间市场清算所股份有限公司（下称上海清算所）联合下发，并对银行间债券市场联网和开户材料等相关事项进行了简化和明确。（21世纪经济报道）

## 五、 投资策略

整个行业来看，当前上市银行的估值水平位于0.74x14PB，当前的股价已经反映一定程度的宏观和政策的不确定性，估值与其他非金融地产行业相比处在严重低估的价位，尽管优先股和资产证券化可能会构成一些短期内的利好，中长期来看仍然缺乏明显的上涨催化剂，市场对于银行股的配置热情也降到冰点，主要负面影响因素包括一系列不确定性：（1）宏观角度来看，传统周期性行业的盈利前景仍然不明，政府多大程度地兜底违约和刚性兑付何时打破也存在不确定性，银行资产质量承压，而二季度流动性或将差于一季度；（2）基本面角度看，上市银行2014年净利润增速预计在10%左右，但是市场预期业绩增长没有可持续性。不良贷款的增长和同业新政或将导致不良贷款拨备和核销的增加，同时利率市场化的推进将导致银行净息差继续收窄；（3）政策面来看，民营银行尽管业务定位与传统商业银行存在一定交叉，但是肯定

会造成银行负债成本的上升，存款保险制度和巨额可转让定期存单这些利率市场化的过程也会产生同样的负面影响，同业监管新政对于银行的影响程度也存在不确定性；（4）外生新增不确定性主要是互联网金融的冲击，尽管该模式对于银行业总体的影响偏负面，但是互联网金融的先发银行有望获得较大的估值溢价。整体来看，由于存在的若干客观不确定性，银行股仍将继续寻底。推荐组合：民生银行、兴业银行。

## 六、 上市公司估值

简称	最新价格(元)	每股收益(元)			PE			PB		
		12A	13E	14E	12A	13E	14E	12A	13E	14E
平安银行	10.78	16.55	12.87	13.37	6.11	5.77	5.68	0.97	0.84	0.81
宁波银行	8.84	7.67	9.01	10.60	7.56	5.26	4.64	1.39	0.98	0.83
浦发银行	9.67	9.52	11.13	12.83	5.41	4.65	3.91	1.04	0.87	0.75
华夏银行	8.28	10.90	9.87	11.25	5.54	4.98	4.35	0.95	0.84	0.74
民生银行	7.85	5.75	7.07	8.48	5.87	5.09	4.47	1.37	1.11	0.93
招商银行	9.86	9.28	10.70	12.21	6.55	4.85	4.24	1.48	0.92	0.81
南京银行	7.76	8.29	9.51	10.88	6.81	5.03	4.37	1.11	0.82	0.71
兴业银行	9.58	13.35	10.89	13.05	5.18	4.28	3.59	1.25	0.88	0.73
北京银行	7.56	8.14	9.26	10.49	6.74	4.88	4.28	1.14	0.82	0.72
农业银行	2.43	2.31	2.65	3.00	6.22	4.90	4.27	1.21	0.92	0.81
交通银行	3.82	5.12	5.71	6.36	5.61	4.43	4.04	0.96	0.67	0.60
工商银行	3.46	3.22	3.72	4.21	6.10	4.65	4.28	1.29	0.93	0.82
光大银行	2.48	2.82	3.26	3.84	5.26	4.31	3.94	1.08	0.76	0.65
建设银行	3.99	3.77	4.41	5.08	5.97	4.67	4.26	1.22	0.90	0.78
中国银行	2.58	2.95	3.31	3.92	5.84	4.69	4.08	0.99	0.78	0.66
中信银行	4.60	4.24	4.84	5.58	6.50	6.16	4.88	1.01	0.95	0.82

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

杨鹏飞 SAC 执业证书号：S0640513080001，经济学硕士，2011年7月加入中航证券金融研究所，研究方向为固定收益研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635 传真：0755-83688539

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。